

步进、控制器高增，伺服新品起航

买入（维持）

2020 年 08 月 26 日

证券分析师 曾朵红

执业证号：S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

研究助理 柴嘉辉

chaijh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	663	926	1,256	1,631
同比（%）	11.2%	39.6%	35.7%	29.9%
归母净利润（百万元）	108	201	292	389
同比（%）	31.9%	80.3%	46.0%	33.2%
每股收益（元/股）	0.52	0.96	1.41	1.87
P/E（倍）	79.62	43.13	29.36	22.14

投资要点

■ **收入同比+34.5%、利润+96%，毛利率大幅改善。**公司发布 2020 年中报，实现营收 4.35 亿元，同比+34.51%；归母净利润 0.93 亿元，同比+96.19%。其中 2020Q2 营收 2.68 亿元，同比+47.22%，环比+59.73%；归母净利润 0.65 亿元，同比+91.63%，环比+129.71%。20H1 毛利率为 44.39%，同比上升 3.66pct，主要来自：1）新产品 L7 伺服、总线控制产品销售增长；2）高毛利的控制类产品高增 51%，产品结构优化；3）降本措施见效。

■ **新品带动下交流伺服同比高增 30%、应用场景拓展至电子、光伏、物流等，出口受阻影响低压伺服销售。**伺服系统 H1 收入 0.88 亿，同比+7.2%，伺服系统毛利率 34.1%，同比-1.2pct。其中去年下半年开始推广的第七代交流伺服系统 L7 系列表现优异，优化了产品的稳定性、性价比，客户端反馈良好、推进顺利，在电子、光伏、物流等行业实现成功应用，带动交流伺服收入实现 30%增长；低压伺服（包括智能一体伺服电机）受疫情及贸易战影响，以出口为主的广告喷印设备出货萎缩，导致低压伺服销售阶段性下降 31%，有一定的拖累。

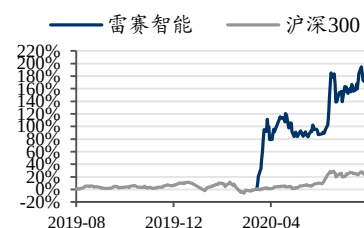
■ **控制技术类受益行业高增、新品放量高增 51%、毛利率上升。**控制技术类 H1 收入 0.73 亿，同比+51.2%，毛利率达 72.1%，同比+3.1pct。一方面电子、半导体、3C 等行业需求增长、集中交付等因素导致设备需求高增长，另一方面高速总线卡和运动控制器产品推广取得了较大成功。今年公司继续加大投入，构建出多个细分行业的整体解决方案、成功开发出 64 轴总线型运动控制卡 DMC-3064 和 DMC-E5064、基于 EtherCAT 通讯的 IO 模块等，研发出新一代 PMC600 系列总线型运动控制器、新一代脉冲型运动控制器、推出 HMI 产品 LT1000 系列等。

■ **步进系统大幅增长，积极响应多个行业需求。**步进系统类 H1 收入 2.32 亿，同比+43.2%，毛利率 44.1%，同比+4.1pct，其中高端总线步进系统和闭环控制系统大幅增长。20H 公司积极客服疫情影响，响应多个行业的客户需求，叠加口罩机等贡献，步进系统实现大幅增长。

■ **盈利预测与投资评级：**预计 2020-22 年归母净利润分别 2.01 亿、2.92 亿、3.89 亿，同比分别+80.3%、+46.0%、+33.2%，对应现价 PE 分别 43 倍、29 倍、22 倍，给予目标价 56 元，对应 2021 年 40 倍 PE，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**宏观经济下行，竞争加剧

股价走势



市场数据

收盘价(元)	41.40
一年最低/最高价	11.76/42.86
市净率(倍)	7.51
流通 A 股市值(百万元)	2152.80

基础数据

每股净资产(元)	5.51
资产负债率(%)	14.57
总股本(百万股)	208.00
流通 A 股(百万股)	52.00

相关研究

1、《雷赛智能（002979）：步进系统王者，伺服新星起航》
2020-07-26

收入同比+34.5%、利润+96%，毛利率大幅改善。公司发布 2020 年中报，实现营业收入 4.35 亿元，同比+34.51%；归母净利润 0.93 亿元，同比+96.19%。其中 2020Q2 营收 2.68 亿元，同比+47.22%，环比+59.73%；归母净利润 0.65 亿元，同比+91.63%，环比+129.71%。20H1 毛利率为 44.39%，同比上升 3.66pct，主要来自：1）新产品 L7 伺服、总线控制产品销售增长；2）高毛利的控制类产品高增 51%，产品结构优化；3）降本措施见效。

表 1：雷赛智能中报核心财务数据（亿元）

雷赛智能	2020H1	2019H1	同比	2020Q2	2019Q2	同比	2020Q1	环比
营业收入	4.35	3.24	34.5%	2.68	1.82	47.2%	1.68	59.7%
毛利率	44.4%	40.7%	3.7pct	45.6%	41.6%	3.9pct	42.5%	3.1pct
营业利润	1.07	0.52	105.8%	0.75	0.37	102.4%	0.32	130.6%
利润总额	1.07	0.52	105.4%	0.75	0.37	101.7%	0.32	130.6%
归属母公司净利润	0.93	0.47	96.2%	0.65	0.34	91.6%	0.28	129.7%
扣非归母净利润	0.86	0.41	109.8%	0.61	0.28	116.2%	0.26	136.9%
归母净利率	21.4%	14.7%	6.7pct	24.2%	18.6%	5.6pct	16.8%	7.4pct
股本	2.08	—	—	2.08	—	—	1.56	33.3%
EPS	0.45	—	—	0.31	—	—	0.18	72.3%

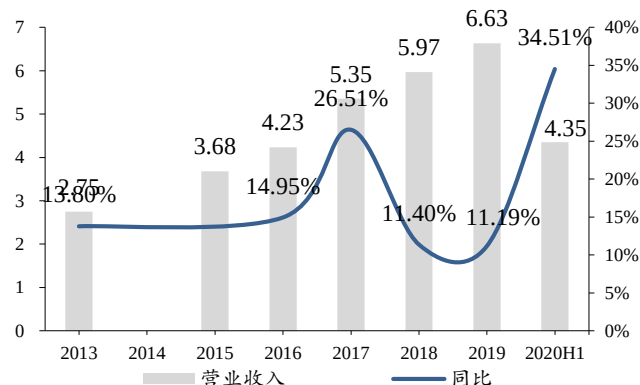
数据来源：Wind，东吴证券研究所

表 2：雷赛智能分季度核心财务数据（百万元）

	1Q2018	2Q2018	3Q2018	4Q2018	1Q2019	2Q2019	3Q2019	4Q2019	1Q2020	2Q2020
营业收入					142	182			168	268
营业收入 YoY					—	—			18%	47%
营业成本					86	106			96	146
营业税金及附加					1	1			1	3
销售费用					14	18			13	16
管理费用					13	14			15	16
研发费用					14	16			16	21
财务费用					0	0			0	(2)
营业利润					15	37			32	75
归母净利润					14	34			28	65
主营业务毛利率					39.5%	41.6%			42.5%	45.6%
销售费用率					10.1%	9.9%			7.7%	6.0%
管理费用率					9.1%	7.8%			9.0%	6.0%
研发费用率					10.2%	8.7%			9.7%	7.9%
财务费用率					0.0%	0.0%			0.1%	-0.7%
净利润率					9.6%	18.6%			16.8%	24.2%

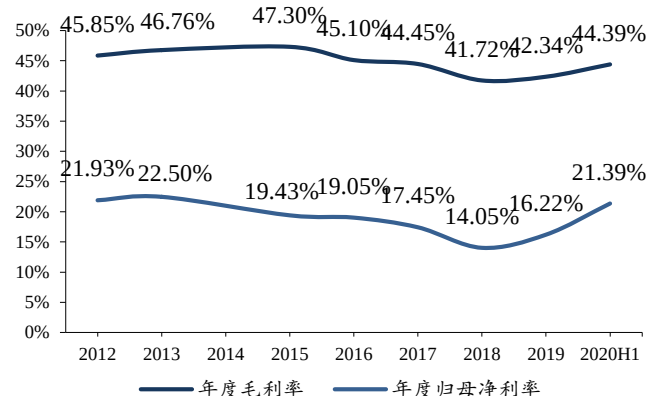
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 1: H1 收入 4.35 亿元, 同比+34.51%



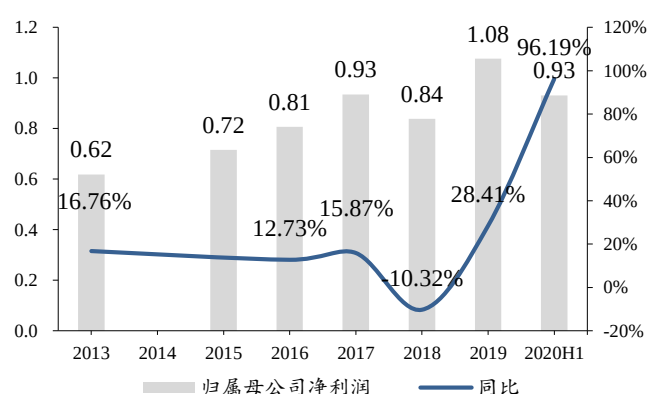
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 3: 20H1 毛利率、净利率同比+3.66、+6.72pct



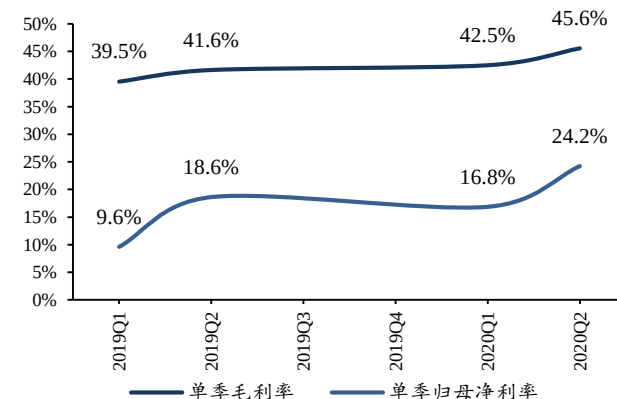
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 2: H1 归母净利润 0.93 亿元, 同比+96.19%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 4: 20Q2 毛利率、净利率同比+3.92、+5.61pct



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

疫情后工控行业重回复苏, 雷赛智能优势行业 3C、电子等领跑。工控行业 18 年中起受贸易战影响, 19Q4 开始弱复苏, 20Q1 受疫情影响行业同比-12.4%、Q2 恢复至+6.4%, 其中先进制造的电子半导体 (+30.0%)、锂电 (+24.0%)、3C (+28.1%) 等行业需求强劲, 包装 (+15.0%)、起重 (+11.9%) 等行业需求恢复, 疫情经济口罩机等需求火热。从下游看, 先进制造带动下 OEM 市场增长强劲, Q2 同比+13.8%, 项目型市场同比-2.6%, 与 OEM 市场密切相关的伺服同比+19%。雷赛智能下游结构中电子行业占比 39%、机床占 22% (19A), 受益先进制造业的高增长。

表 3: 工控行业季度增速统计

单位: 百万元	2019								2020			
	2019Q1	YoY	2019Q2	YoY	2019Q3	YoY	2019Q4	YoY	2020Q1	YoY	2020Q2	YoY
OEM市场合计	16051	-8.9%	17290	-14.9%	15684	-2.9%	15832	14.7%	15248	-5.0%	19670	13.8%
机床	4328	-30.6%	4737	-28.3%	3602	-18.5%	4088	25.1%	3229	-25.4%	5495	16.0%
电子及半导体	1149	-7.9%	1427	-0.7%	1473	7.5%	1386	30.5%	1355	17.9%	1855	30.0%
电池制造设备	676	10.6%	743	11.1%	677	13.2%	612	19.5%	777	14.9%	921	24.0%
纺织机械	993	-11.1%	1213	-14.8%	1118	-12.9%	878	-8.3%	645	-35.0%	1128	-7.0%
暖通空调	550	20.9%	690	17.5%	709	20.0%	538	20.9%	638	16.0%	828	20.0%
包装机械	648	-5.1%	802	-12.8%	788	-5.7%	694	-0.3%	583	-10.0%	922	15.0%
起重机械	655	19.7%	628	-13.3%	563	-12.7%	430	-4.4%	556	-15.1%	703	11.9%
物流设备	452	6.4%	603	6.5%	629	9.8%	491	11.8%	510	12.8%	760	26.0%
电梯	687	-3.0%	996	-3.0%	918	-2.4%	835	19.1%	500	-27.2%	1135	14.0%
工业机器人	431	-15.2%	456	-10.9%	417	4.3%	401	25.7%	366	-15.1%	570	25.0%
食品饮料机械	359	-6.5%	459	-1.3%	444	-3.5%	363	4.9%	300	-16.4%	491	7.0%
橡胶机械	335	1.8%	388	1.3%	367	0.3%	297	3.1%	288	-14.0%	318	-18.0%
塑料机械	356	-9.0%	464	-5.5%	458	-0.9%	370	3.1%	284	-20.2%	445	-4.1%
印刷机械	291	-11.3%	363	-8.3%	360	-8.2%	297	-3.9%	238	-18.2%	254	-30.0%
纸巾机械	207	-3.7%	280	-1.4%	266	6.8%	228	17.5%	238	15.0%	330	17.9%
3C制造设备	196	-18.0%	185	-20.6%	206	-3.7%	207	19.0%	221	12.8%	237	28.1%
建材	204	-1.0%	246	3.8%	251	4.6%	236	10.8%	210	2.9%	276	12.2%
工程机械	218	11.8%	294	9.7%	314	7.9%	212	12.2%	189	-13.3%	426	44.9%
制药机械	148	-2.0%	163	0.0%	156	2.0%	148	11.3%	122	-17.6%	202	23.9%
造纸	130	-7.1%	183	-2.7%	182	-3.7%	146	-2.0%	110	-15.4%	172	-6.0%
陶瓷卫浴	51	10.9%	60	13.2%	57	16.3%	43	16.2%	48	-5.9%	66	10.0%
烟草机械	23	0.0%	30	7.1%	35	6.1%	29	3.6%	23	0.0%	28	-6.7%
其他	2964	21.5%	1880	-28.9%	1694	22.0%	2903	14.2%	3818	28.8%	2106	12.0%
项目型市场合计	13955	14.2%	14087	-4.0%	14516	0.6%	13240	2.8%	11024	-21.0%	13716	-2.6%
化工	3066	22.6%	3198	8.6%	2728	12.6%	2424	5.4%	2084	-32.0%	3006	-6.0%
市政及公共设施	2315	31.5%	2741	16.4%	2888	18.8%	2611	21.4%	2019	-12.8%	3222	17.5%
石化	1625	28.2%	1476	5.6%	1724	12.6%	1489	8.5%	1443	-11.2%	1579	7.0%
电力	1540	8.1%	1759	-4.5%	1695	-5.3%	1566	-1.8%	1132	-26.5%	1337	-24.0%
冶金	887	33.8%	1022	21.7%	1045	23.1%	1000	30.2%	733	-17.4%	1175	15.0%
汽车	468	9.6%	681	-0.3%	451	6.4%	345	1.2%	290	-38.0%	627	-7.9%
采矿	192	28.0%	214	18.9%	294	26.2%	271	26.0%	193	0.5%	197	-7.9%
造纸	182	0.0%	182	-7.1%	224	-7.4%	192	-11.9%	152	-16.5%	173	-4.9%
其他	3680	-4.2%	2814	-33.7%	3467	-23.0%	3342	-14.8%	2978	-19.1%	2400	-14.7%
工控行业合计	30006	0.5%	31377	-10.3%	30200	-1.2%	29072	8.9%	26272	-12.4%	33386	6.4%

数据来源: MIR, 东吴证券研究所

新品带动下交流伺服同比高增 30%、应用场景拓展至电子、光伏、物流等, 出口受阻影响低压伺服销售。伺服系统 H1 收入 0.88 亿, 同比+7.2%, 伺服系统毛利率 34.1%, 同比-1.2pct。其中去年下半年开始推广的第七代交流伺服系统 L7 系列表现优异, 优化了产品的稳定性、性价比, 客户端反馈良好、推进顺利, 在电子、光伏、物流等行业实现成功应用, 带动交流伺服收入实现 30%增长; 低压伺服(包括智能一体伺服电机)受疫情及贸易战影响, 以出口为主的广告喷印设备出货萎缩, 导致低压伺服销售阶段性下降 31%, 有一定的拖累。

控制技术类受益行业高增、新品放量高增 51%、毛利率上升。控制技术类 H1 收入 0.73 亿, 同比+51.2%, 毛利率达 72.1%, 同比+3.1pct。一方面电子、半导体、3C 等行业需求增长、集中交付等因素导致设备需求高增长, 另一方面高速总线卡和运动控制器产品推广取得了较大成功。今年公司继续加大投入, 构建出多个细分行业的整体解决方案、成功开发出 64 轴总线型运动控制卡 DMC-3064 和 DMC-E5064、基于 EtherCAT 通讯的 IO 模块等, 研发出新一代 PMC600 系列总线型运动控制器、新一代脉冲型运动控制器、推出 HMI 产品 LT1000 系列等。

步进系统大幅增长，积极响应多个行业需求。步进系统类 H1 收入 2.32 亿，同比 +43.2%，毛利率 44.1%，同比 +4.1pct，其中高端总线步进系统和闭环控制系统大幅增长。20H 公司积极克服疫情影响，响应多个行业的客户需求，叠加口罩机等贡献，步进系统实现大幅增长。

表 4：雷赛智能 2020H 分板块拆分

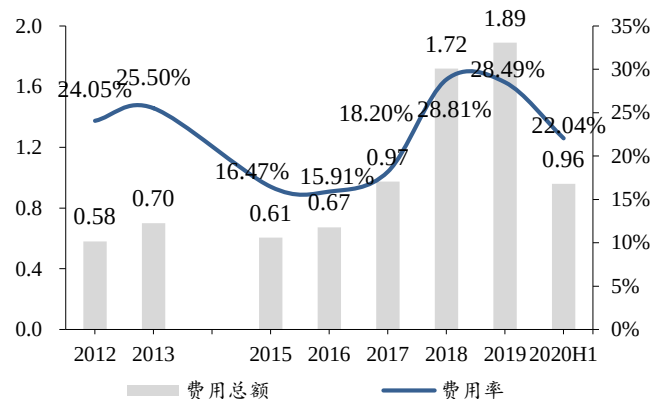
	收入（亿元）	收入 YoY	毛利率	毛利率 YoY
控制技术类	0.73	51.2%	72.1%	+3.09pct
步进系统类	2.32	43.2%	44.1%	+4.08pct
伺服系统类	0.88	7.2%	34.1%	-1.23pct
其他类	0.41	35.5%	18.6%	+4.77pct
合计	4.35	34.5%	44.4%	+3.66pct

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

产品、营销协同发力，深耕行业客户，受益先进制造行业高增，公司业绩高增有望延续。产品方面，2020H 公司新产品系列 L7 伺服、总线控制器等高速增长，并相继推出 L7EC 系列、DM2C 系列等符合市场需求的新产品。营销方面，公司 H1 开拓了包括口罩机、3C 制造、锂电池等新行业客户，推出行业解决方案、深耕行业客户，实现了较快增长。整体来看公司产品快速迭代，下游布局高景气行业，公司的业绩高增长有望延续。

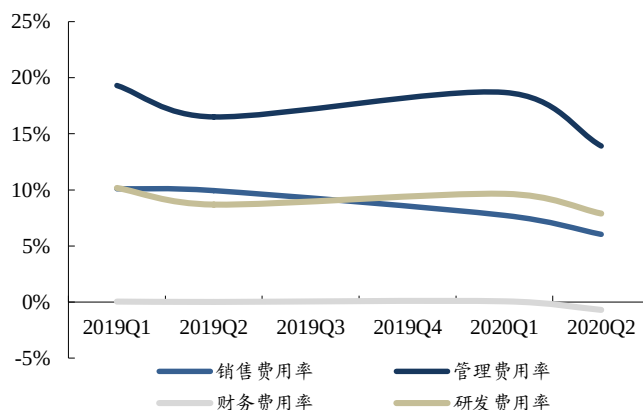
公司 2020H 费用同比增长 6.81% 至 0.96 亿元，期间费用率下降 5.71 个百分点至 22.04%。其中，销售、管理（含研发）、研发费用分别同比下降 9.99%、上升 14.99%、上升 23.41% 至 0.29 亿元、0.69 亿元、0.37 亿元；费用率分别下降 3.31、下降 1.99、下降 0.77 个百分点至 6.69%、15.74%、8.57%。20Q2，销售、管理（含研发）、研发费用分别同比 -10.41%/+13.24%/+33.69%，费用率分别为 6.04%/13.90%/7.89%。

图 5：20H1 期间费用 0.96 亿元，同比 +6.81%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 6：20Q2 期间费用率 19.26%，同比 -7.18pct

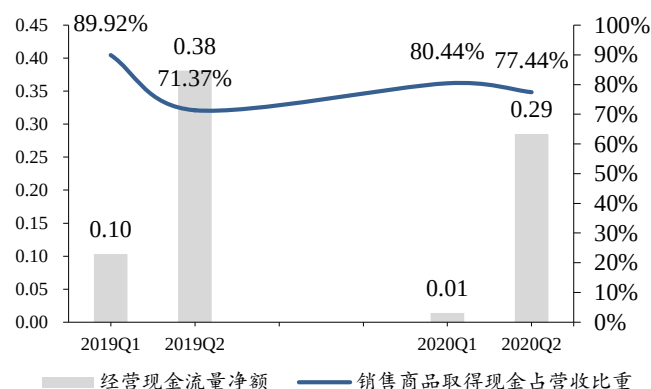


数据来源：Wind，东吴证券研究所

2020H1 经营性现金净流入 0.30 亿元，19H1 为 0.48 亿元，其中 Q2 净流入 0.29 亿元，环比有大幅改善；公司预收账款较少，Q2 末预收账款 0.023 亿元，较年初减少 0.001

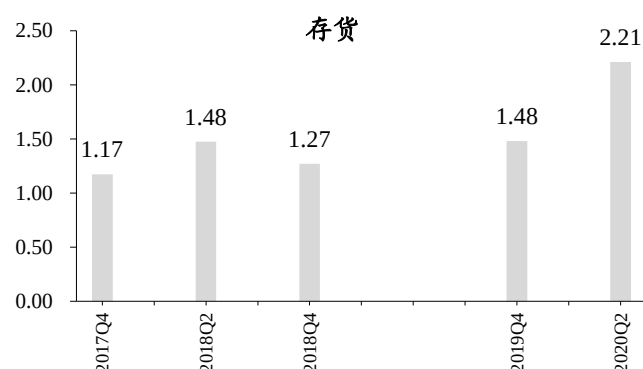
亿元；Q2 末存货 2.21 亿元，较年初增加 0.73 亿元；Q2 末应收账款 2.38 亿元，较期初增加 0.59 亿元。

图 7：20Q2 经营现金净流入 0.29 亿元，同比-25.16%



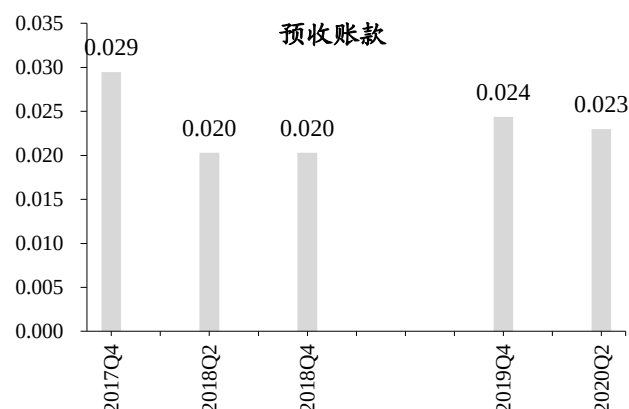
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 9：期末存货 2.21 亿元，较期初+0.73 亿元



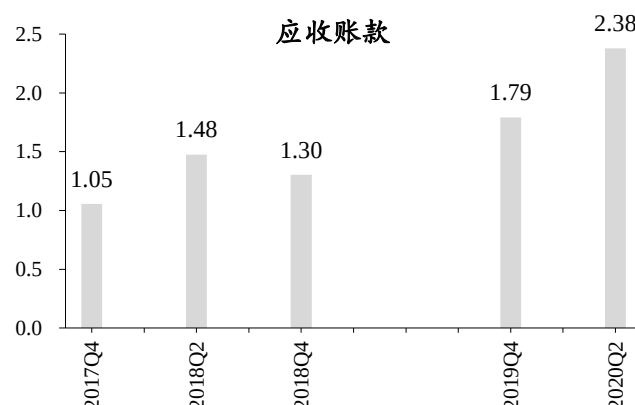
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 8：期末预收款项 0.02 亿元，较年初减少 0.001 亿



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 10：期末应收账款 2.38 亿元，较期初+0.59 亿元



数据来源：Wind，东吴证券研究所

盈利预测与投资建议：预计 2020-22 年归母净利润分别 2.01 亿、2.92 亿、3.89 亿，同比分别+80.3%、+46.0%、+33.2%，对应现价 PE 分别 43 倍、29 倍、22 倍，给予目标价 56 元，对应 2021 年 40 倍 PE，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济下行，投资不及预期

雷赛智能三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	利润表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	583	974	1,046	1,254	营业收入	663	926	1,256	1,631
现金	188	717	724	844	减:营业成本	382	506	686	885
应收账款	211	0	0	0	营业税金及附加	5	9	10	13
存货	148	216	278	359	营业费用	65	79	98	122
其他流动资产	36	41	44	51	管理费用	123	160	204	253
非流动资产	201	426	651	852	财务费用	0	-13	-21	-23
长期股权投资	77	97	118	139	资产减值损失	0	0	0	0
固定资产	97	153	234	326	加:投资净收益	3	2	3	3
在建工程	3	107	192	243	其他收益	23	20	20	20
无形资产	18	63	104	141	营业利润	121	210	306	407
其他非流动资产	6	6	4	3	加:营业外净收支	0	10	15	20
资产总计	783	1,401	1,697	2,106	利润总额	121	220	321	427
流动负债	153	56	55	66	减:所得税费用	8	15	22	30
短期借款	10	10	10	10	少数股东损益	6	4	6	8
应付账款	107	0	0	0	归属母公司净利润	108	201	292	389
其他流动负债	36	46	45	56	EBIT	116	207	300	404
非流动负债	10	10	10	10	EBITDA	125	223	326	443
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	10	10	10	10	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	163	66	64	76	每股收益(元)	0.52	0.96	1.41	1.87
少数股东权益	20	24	30	38	每股净资产(元)	2.89	6.30	7.71	9.58
					发行在外股份(百万股)	156	208	208	208
归属母公司股东权益	601	1,311	1,603	1,992	ROIC(%)	30.6%	37.2%	35.7%	36.5%
负债和股东权益	783	1,401	1,697	2,106	ROE(%)	18.3%	15.3%	18.3%	19.6%
					毛利率(%)	42.3%	45.3%	45.4%	45.7%
现金流量表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	销售净利率(%)	16.2%	21.7%	23.3%	23.9%
经营活动现金流	73	243	231	329	资产负债率(%)	20.8%	4.7%	3.8%	3.6%
投资活动现金流	-12	-237	-245	-232	收入增长率(%)	11.2%	39.6%	35.7%	29.9%
筹资活动现金流	12	523	21	23	净利润增长率(%)	31.9%	80.3%	46.0%	33.2%
现金净增加额	73	528	7	120	P/E	79.62	43.13	29.36	22.14
折旧和摊销	8	16	26	39	P/B	14.33	6.57	5.37	4.32
资本开支	24	205	204	180	EV/EBITDA	65.93	34.52	23.59	17.11
营运资本变动	-63	40	-66	-78					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>